

## Τα μαθήματα από την Αργεντινή

ΑΡΧΕΙΟ ΜΟΝΙΜΕΣ ΣΤΗΛΕΣ 24.07.2011

Οι αγορές αντέδρασαν θετικά στο νέο πακέτο χρηματοδότησης που συμφωνήθηκε στη Σύνοδο Κορυφής της περασμένης Πέμπτης, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι το πρόβλημα λύθηκε οριστικά. Μέχρι σήμερα, η Ε. Ε. αντιμετώπιζε την κρίση σαν κρίση ρευστότητας και όχι βιωσιμότητας του χρέους, επιτρέποντας έτσι να επεκταθεί στην Ιταλία. Αναγνωρίζοντας ότι η «επιμήκυνση» του χρέους δεν αρκεί για να καθησυχάσει τις αγορές, οι ηγέτες της Ε. Ε. κατέληξαν σε μία συμφωνία που προσπαθεί να βελτιώσει τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους χωρίς να πλήξει καίρια τις τράπεζες που έχουν στην κατοχή τους ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου. Η συμφωνία συνεπάγεται μείωση κατά 21% στην παρούσα αξία του χρέους προς τους ομολογιούχους, που αποτελεί περίπου το 70% του συνολικού δημοσίου χρέους. Αυτό μεταφράζεται σε μείωση του χρέους από 156% σε 132% του ΑΕΠ. Δεδομένου όμως ότι οι περισσότεροι αναλυτές εκτιμούν πως η απαιτούμενη μείωση του χρέους είναι γύρω στο 50%, η συμφωνία δεν θα εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα ακόμη και αν η Ελλάδα τηρήσει πλήρως το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό πρόγραμμα που μόλις ψηφίστηκε.

Η κατάσταση στην Ελλάδα σήμερα είναι παρόμοια με εκείνη της Αργεντινής το καλοκαίρι του 2001. Η οικονομία ήταν σε ύφεση και τα spreads είχαν ανέβει, καθώς οι αγορές συνειδητοποιούσαν ότι η λιτότητα γινόταν λιγότερο ανεκτή οικονομικά και πολιτικά. Με αίτημα της κυβέρνησης της Αργεντινής, το ΔΝΤ προχώρησε με μια σημαντική αύξηση της οικονομικής βοήθειας που είχε ήδη εξασφαλιστεί μέσα από την υπάρχουσα τριετή συμφωνία. Έτσι, η Αργεντινή έχασε την ευκαιρία να αναδιρθώσει το χρέος της, ενώ είχε ακόμα άφθονα συναλλαγματικά αποθέματα και οι τραπεζικές καταθέσεις παρέμεναν σε υψηλά επίπεδα. Οι πόροι της διεθνούς κοινότητας που χρησιμοποιήθηκαν για να διασώσουν τους ιδιώτες δανειστές θα έπρεπε να έχουν χρησιμοποιηθεί για να αντιμετωπιστούν οι συνέπειες μιας ελεγχόμενης αναδιάρθρωσης του χρέους, συμπεριλαμβανομένης της παροχής άφθονης ρευστότητας και κεφαλαίων στο τραπεζικό σύστημα.

Η Ελλάδα σήμερα αντιμετωπίζει τις ίδιες επιλογές. Λόγω αδυναμίας επιστροφής στις κεφαλαιαγορές, το υπάρχον πρόγραμμα δανειοδότησης από το ΔΝΤ και την Ε. Ε. θα ενισχυθεί με νέους πόρους ώστε να υποκατασταθεί το έλλειμμα ιδιωτικών κεφαλαίων. Αλλά η νέα βοήθεια ίσως ξοδευτεί σε έναν ήδη χαμένο αγώνα: Η υποχώρηση του spread οφείλεται στο κλείσιμο «short» θέσεων μετά τη συμφωνία που επετεύχθη, όχι στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης των αγορών. Με τα σημερινά δεδομένα, είναι βέβαιο ότι θα χρειαστεί και νέο «κούρεμα». Θα προτείναμε επομένως η συμμετοχή του ΔΝΤ στη χρηματοδότηση του νέου προγράμματος για την Ελλάδα να γίνει με την προϋπόθεση ενός πολύ μεγαλύτερου «κουρέματος» του χρέους από αυτό που συμφωνήθηκε.

Για να λυθεί μόνιμα το πρόβλημα του χρέους της Ευρωζώνης, θα πρέπει ο προσωρινός μηχανισμός στήριξης (EFSF) να εκδώσει ομόλογα AAA για να επαναγοράσει το σύνολο των ομολόγων των χωρών που χρειάζονται αναδιάρθρωση, παίρνοντας ως εγγύηση τα περιουσιακά τους στοιχεία που πρόκειται να

ιδιωτικοποιηθούν. Η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία θα μπορούσαν να επωφεληθούν έτσι από την πλήρη έκπτωση στο χρέος τους που οι αγορές έχουν ήδη αποτιμήσει. Ο μηχανισμός θα ήταν μια μαζική επαναγορά των ομολόγων στη σημερινή τους τιμή, που για την Ελλάδα είναι περίπου 60% της ονομαστικής αξίας. Το κόστος για τους Ευρωπαίους φορολογούμενους θα είναι πολύ χαμηλότερο από αυτό που θα προκληθεί από τη συνέχιση της διάσωσης με τους σημερινούς όρους. Το χειρότερο σενάριο είναι αυτό μιας ανεξέλεγκτης χρεοκοπίας που θα είχε επιπτώσεις σε άλλες χώρες, παρόμοιες με την «αλυσίδα» που δημιουργήθηκε με την κατάρρευση της Lehman στις ΗΠΑ. Η Ε. Ε. και το ΔΝΤ θα πρέπει να βοηθήσουν την Ελλάδα να εξασφαλίσει πως η αναδιάρθρωση του χρέους δεν θα αποσταθεροποιήσει το τραπεζικό σύστημα. Διαφορετικά, μαζικές αναλήψεις από τις τράπεζες θα την αναγκάσουν σε «απο-ευρωπαϊκήση» με τον ίδιο καταστροφικό τρόπο που οδήγησαν σε «απο-δολαριοποίηση» την Αργεντινή το 2002.

Η τελευταία έκθεση του ΔΝΤ για την Ελλάδα δείχνει ότι η βιωσιμότητα του δημόσιου και εξωτερικού χρέους «επαφίεται απόλυτα στην πλήρη και ταχεία εφαρμογή των δημοσιονομικών και διαρθρωτικών αλλαγών και ιδιωτικοποιήσεων (...) και στην επάνοδο στις αγορές υπό λογικούς όρους στην περίοδο μετά το πρόγραμμα». Σε περιπτώσεις που η επιστροφή στις αγορές στη διάρκεια του προγράμματος κρίνεται μη ρεαλιστική, οι κανόνες του ΔΝΤ προβλέπουν «ρίζικη αναδιάρθρωση του χρέους, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ένα επαρκώς χρηματοδοτημένο πρόγραμμα και ένα βιώσιμο σχέδιο αποπληρωμής του χρέους». Είναι ώρα να τεθεί σε εφαρμογή αυτός ο κανόνας.

\* Η κ. Μιράντα Ξαφά είναι πρώην στέλεχος του ΔΝΤ και ο κ. Domingo Cavallo πρώην υπουργός Οικονομίας της Αργεντινής.